

**Relazione illustrativa degli esiti della consultazione avente ad oggetto il**  
**Libro Verde sulla competitività dei mercati finanziati italiani a supporto della**  
**crescita**

Roma, 1 luglio 2022

**1. Introduzione: ragioni ed obiettivi della consultazione sul Libro Verde**

Il Libro Verde su la competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita (d’ora in avanti, il “**Libro Verde**”), curato dal Dipartimento del Tesoro con il supporto di autorità di vigilanza ed esponenti e associazioni di categoria, ha presentato e sottoposto a consultazione pubblica alcuni possibili interventi, identificati anche sulla base di una ricognizione comparatistica, incidenti su più livelli – normative primaria e secondaria, autoregolamentazione, passi amministrative – al fine di promuovere, mediante misure che non comportano oneri per la finanza pubblica, lo sviluppo e la competitività dei mercati dei capitali, quale tassello fondamentale per la crescita e la realizzazione degli obiettivi del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR).

**2. Esiti della consultazione**

Ad esito della consultazione, conclusasi in data 25 marzo 2022, sono pervenuti al Dipartimento del Tesoro del Ministero dell’Economia e delle Finanze n. 24 contributi, provenienti da operatori del mercato e associazioni di categoria, studi legali, accademia e privati cittadini.

Come emerge dalle risultanze di cui sopra, il Libro Verde e la relativa consultazione hanno suscitato l’interesse soprattutto degli operatori del mercato, i quali hanno contribuito a supportare le proposte avanzate nel Libro Verde ovvero a presentarne i profili di criticità, illustrando le relative ragioni. Diversi sono stati, inoltre, gli spunti di riflessione su profili ulteriori rispetto alle proposte delineate nel Libro Verde ma pur sempre in linea con gli obiettivi dello stesso.

Con riferimento alle questioni trattate nel Libro Verde ed ai relativi Allegati Tecnici, si rileva che la maggior parte dei contributi (19 su 22) si è soffermato sull’allegato tecnico A, relativo alle misure di miglioramento del processo di *listing* e di efficientamento dell’accesso e della permanenza nei mercati in particolare delle PMI, con riferimento tra l’altro alla questione del c.d. *gold plating* (ed in tal senso è stata molto apprezzata la proposta del Libro di intervenire su quegli istituti – e connessi oneri – che presentano un livello di regolamentazione superiore a quello “minimo” richiesto dalla normativa europea, al fine di verificare se continuano a sussistere le motivazioni e le considerazioni che ne determinarono l’introduzione). Minor riscontro si è, invece, avuto sugli allegati B (4 su 22), relativo al miglioramento delle condizioni per la partecipazione ai mercati da parte degli investitori e all’incoraggiamento alla partecipazione ai mercati dei capitali italiani da parte degli investitori istituzionali; C (ossia 2 su 22), relativo alla valorizzazione delle potenzialità del digitale ai fini dell’accesso al mercato (da

parte di imprese e di investitori); D (4 su 22), relativo alle funzioni e responsabilità delle autorità di vigilanza in un'ottica di competitività.

Di seguito vengono riassunti i contenuti dei contributi ricevuti dai partecipanti alla consultazione, facendo riferimento alle misure esposte negli allegati tecnici cui essi afferiscono.

### Allegato Tecnico A – Migliorare il processo di *listing* in Italia e rendere più efficiente l'accesso e la permanenza nei mercati in particolare da parte delle PMI

Il Libro Verde sottolinea come il mercato italiano risulti essere poco attrattivo sia per le società quotate che per le quotande<sup>1</sup>. Tra le motivazioni alla base di questa scarsa attrattività vi è la maggiore onerosità del processo di quotazione e dei costi di permanenza sui mercati, nonché la minore flessibilità del sistema societario rispetto alle esperienze di altri mercati europei. Su questi aspetti, il Libro Verde focalizza il proprio approfondimento ed elenca una serie di proposte.

Nell'Allegato Tecnico A, il Libro Verde individua le seguenti possibili aree di intervento:

- 2.1.1. ammissione alla quotazione: si è osservato che la regolamentazione inerente al transito (*translisting*) da un mercato di crescita (*SME Growth Market*) ad un mercato regolamentato (*Euronext Growth Milan*) è caratterizzata da una forte complessità<sup>2</sup>. Al fine di incentivare tale passaggio si rende necessaria, da un lato, una semplificazione delle procedure finalizzate alla transizione e, dall'altro, un alleggerimento degli oneri connessi alla permanenza nel mercato regolamentato di destinazione. Con riferimento al primo aspetto, dai contributi alla consultazione è emerso, *inter alia*<sup>3</sup>, il suggerimento di prevedere che il ruolo di *Sponsor* di cui al Regolamento Mercati di Borsa possa essere svolto dall'*Euronext Growth Advisor*. Con riferimento al secondo, sono state suggerite, invece, diverse misure di intervento tra le quali (a) una semplificazione della disciplina in tema di operazioni con parti correlate (giustificata dal fatto che le società di cui trattasi sarebbero già soggette agli obblighi di cui alla *Market Abuse Regulation (MAR)*<sup>4</sup>) e (b) una revisione degli schemi

---

<sup>1</sup> A fronte dell'esigenza di semplificazione che, secondo l'impostazione del Libro Verde, dovrebbe coinvolgere tanto le società che intendono quotarsi che quelle che sono già presenti sul mercato regolamentato, un partecipante alla consultazione ha suggerito un raggio di azione più ristretto delle modifiche alla normativa, da applicarsi unicamente alle società al di sotto di determinati valori dimensionali non ancora quotate e che intendano quotarsi. Queste potrebbero beneficiare di un "periodo di grazia" solo al termine del quale verrebbe applicata la disciplina attualmente vigente per le società quotate.

<sup>2</sup> A tal proposito, il Libro Verde presenta l'ipotesi che anche in questo contesto venga maggiormente valorizzato l'istituto del *pre-filing* al fine di rendere più agevole il *translisting*. Tale proposta ha trovato riscontro positivo tra i partecipanti alla consultazione.

<sup>3</sup> Per le restanti proposte, si rimanda al contributo pubblicato sul sito internet relativo alla [Consultazione Finanza per la Crescita](#).

<sup>4</sup> Con riferimento alla disciplina MAR, un partecipante alla consultazione ha suggerito, altresì, un intervento da parte di CONSOB per la redazione di linee guida – di carattere generale - che si applichino specificamente agli emittenti MTF, dal momento che si ritiene che quelle attualmente pubblicate non forniscano un'interpretazione della disciplina applicabile

per la redazione del documento di ammissione al fine di escludere le informazioni superflue o contenute già in altri documenti<sup>5</sup>.

Sempre in un'ottica di semplificazione degli obblighi per le società quotate, il Libro Verde contempla (a) la possibilità di alleviare – a talune condizioni – gli obblighi documentali a carico degli emittenti<sup>6</sup> e (b) la prospettiva di rivedere la disciplina sullo *sponsor* (contenuta nel Regolamento Emittenti e nelle Istruzioni di Borsa Italiana S.p.A.) al fine di potenziarne le funzioni e rimodularne la responsabilità in linea con la prassi europea. Entrambe le iniziative sono state commentate con favore dai partecipanti alla consultazione. Con riferimento alla proposta *sub* (b), si è concordato con la proposta del Libro Verde, data la posizione privilegiata dello *sponsor* che, grazie alla mole di informazioni alle quali può accedere, è sicuramente tra i candidati principali a svolgere la funzione di *global coordinator e/o book runner*. Alcuni partecipanti, pur concordando con la proposta del Libro Verde, auspicano che la revisione venga effettuata in modo da non comportare, nei fatti, un restringimento del ruolo dello *sponsor*.

Altresì, il Libro Verde considera l'opportunità di emanare delle Linee Guida per la redazione di KID - per prodotti emessi da imprese non finanziarie in relazione ad operazioni societarie - che siano più attinenti alla disciplina europea e che riducano gli oneri per i soggetti interessati. Sul punto i partecipanti alla consultazione hanno espresso il proprio parere positivo<sup>7</sup>.

Relativamente all'implementazione di tecniche alternative per l'ammissione alle negoziazioni, l'ipotesi del Libro Verde di implementare il processo di *direct listing* ha suscitato pareri contrastanti nei partecipanti alla consultazione. Alcuni partecipanti hanno espresso il proprio dissenso relativamente all'opportunità di prevedere una deroga alla disciplina in materia di collocamento fuori sede in caso di autocollocamento (anche se limitatamente ai casi in cui non vi sia un *need of protection*). Una tale deroga pregiudicherebbe, infatti, l'effettiva tutela dell'investitore, del mercato e del sistema finanziario nel suo complesso. Al contrario, altri partecipanti si sono espressi positivamente rispetto alla proposta del Libro Verde, rilevando come la procedura di *direct listing* avrebbe il duplice effetto di consentire all'emittente di risparmiare sui costi degli intermediari e ridurre il rischio

---

quanto piuttosto indicazioni su come gestire correttamente la struttura interna dell'impresa (con rilevanti oneri organizzativi che spesso gravano le PMI invece di semplificarne la gestione).

<sup>5</sup> Per le restanti proposte, si rimanda al contributo pubblicato sul sito internet relativo alla [Consultazione Finanza per la Crescita](#).

<sup>6</sup> Taluni partecipanti suggeriscono, altresì, di eliminare l'obbligo di deposito dei *curriculum vitae* dei componenti dell'organo amministrativo e degli altri dirigenti (e della descrizione di eventuali deleghe a questi conferiti e delle mansioni degli alti dirigenti). Viene fatto presente che, tuttavia, è bene che tale semplificazione degli obblighi non si traduca nell'eliminazione dell'obbligo di redazione di documenti, di fatto, utili agli investitori.

<sup>7</sup> Alcuni partecipanti alla consultazione suggeriscono, nel proprio contributo, che venga chiarito che alcun obbligo di redazione del KID gravi su emittenti non finanziari in caso di emissioni di diritti di opzione e *warrant* connessi ad operazioni di aumento del capitale, in linea con quanto previsto ai sensi del Regolamento UE 1286/2014 (Regolamento PRIIPs).

che le partecipazioni vengano detenute investitori mossi unicamente da un fine speculativo<sup>8</sup>. Infine, sono pervenute proposte esemplificative delle circostanze in cui non ricorre *il need of protection*, alla luce delle quali poter derogare pertanto alla disciplina dell'offerta fuori sede (ossia quando gli importi di sottoscrizione o di acquisto siano inferiori ai 100.000 Euro o quando le offerte di vendita o sottoscrizione riguardino azioni – o strumenti finanziari che permettano di acquisire azioni con diritto di voto – purché emesse da emittenti con azioni quotate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione italiani o di paesi dell'Unione Europea).

Infine, il Libro Verde prende in considerazione l'opportunità di rivedere il regime di responsabilità del collocatore per eventuali informazioni false od omesse nel prospetto. Un fronte di intervento potrebbe essere quello dell'onere probatorio a carico dello stesso o dell'ambito di responsabilità. Tale proposta è stata commentata con favore da parte dei partecipanti alla consultazione, i quali ritengono che l'onerosità di tale regime sia tra le principali cause dei ritardi nel processo di quotazione. Altresì, taluni partecipanti ritengono che la presunzione di responsabilità di cui all'articolo 94 TUF in capo all'intermediario responsabile del collocamento costituisca un esempio di *gold plating* non giustificabile nemmeno nell'ottica di una maggior tutela dell'investitore<sup>9</sup>. Analogamente, altri partecipanti propongono una serie di modifiche alla normativa tramite le quali il regime di responsabilità del collocatore potrebbe essere modificato secondo un principio di aderenza alle attività dallo stesso effettivamente svolte<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> Alcuni operatori del mercato che si sono espressi positivamente rispetto alla proposta del Libro Verde non hanno mancato di rilevare, tuttavia, che l'introduzione del *direct listing* – già consentito da Borsa Italiana S.p.A. con riferimento agli strumenti finanziari – per gli strumenti di *equity* dovrebbe avvenire all'interno dell'ordinamento italiano con determinati accorgimenti e cautele che si rendono necessari per adattare lo strumento – che al momento meglio si confà alle imprese di grandi dimensioni, con un forte brand ed una diffusa struttura proprietaria - alle PMI. Inoltre, a parere degli stessi, uno dei maggiori temi in materia di *direct listing* sarebbe quello della *price discovery* iniziale. Sul punto, si intravede una soluzione nella combinazione sinergica del *direct listing* con il *crowdfunding*: il prezzo pagato nell'ambito della campagna di *crowdfunding* potrebbe ben adattarsi, infatti, a fungere da base di calcolo per la determinazione del valore delle azioni da auto-collocare sul mercato.

<sup>9</sup> Secondo tali partecipanti alla consultazione il regime di responsabilità di cui al comma 7 dell'articolo 94 TUF è sproporzionato rispetto all'intento di tutela dell'investitore dal momento che l'intermediario responsabile del collocamento si basa, nello svolgimento delle proprie attività, sulle informazioni fornite dagli emittenti (o offerenti o garanti) e, pertanto, non può essere chiamato ad assicurarne l'affidabilità. Inoltre, viene rilevato come questo regime di responsabilità sia del tutto indifferente rispetto alla tutela dell'investitore, già assicurata tramite il regime di responsabilità gravante sull'emittente/offerdente e (ove presente) sul garante. Si richiama, infine, il dettato dell'articolo 113 TUF, comma 2 lett. m) per sottolineare come gli obblighi che gravano sugli intermediari rendano – senza alcun beneficio in contropartita – il mercato italiano meno incentivante rispetto ai mercati esteri. La revisione proposta dal Libro Verde si inquadra, quindi, in una revisione complessiva della materia che si rende necessaria e che andrebbe svolta in maniera organica con la partecipazione di tutti i soggetti coinvolti nel processo di *listing*.

<sup>10</sup> Nel contributo ricevuto, sono state proposte le seguenti modifiche alla disciplina, elencate in ordine dalla quella ritenuta più opportuna a quella considerata minima: (i) abrogazione del comma 7 dell'articolo 94 TUF, coerentemente con le modifiche apportate al comma 5 dello stesso articolo; ovvero (ii) modifica di detta disposizione prevedendo una responsabilità limitata alle parti del prospetto delle quali il responsabile del collocamento sia effettivamente autore; ovvero (iii) opportunità di operare un espresso riferimento alla "diligenza" limitata alla verifica delle informazioni fornite dagli altri soggetti e di chiarire che la responsabilità sussiste unicamente con riferimento ai prospetti "domestici". Per ulteriori approfondimenti, si rimanda ai contributi pubblicati sul sito internet relativo alla [Consultazione Finanza per la Crescita](#).

2.1.2. disciplina del prospetto: in aggiunta alle modifiche apportate dal D.Lgs. n. 17/2021 in recepimento Regolamento Prospetto, il Libro Verde sollecita una riflessione su ulteriori interventi di semplificazione e razionalizzazione della disciplina del Prospetto al fine di rendere maggiormente attrattivo il mercato italiano per le società quotande. Tra questi, in primo luogo, l'opportunità di definire contenuto<sup>11</sup> e dimensioni del prospetto informativo al fine di renderlo più funzionale allo scopo. Sul punto, i partecipanti alla consultazione si sono espressi in maniera non uniforme<sup>12</sup>. Da un lato, taluni sostengono l'utilità di individuare un limite massimo al numero di pagine del prospetto e di semplificarne il contenuto allineandolo a quanto previsto dal Regolamento (UE) 2017/1129 (Regolamento Prospetto). Dall'altro, altri partecipanti ritengono più opportuno che il contenimento del numero delle pagine del prospetto venga previsto al livello di Linee Guida, adottando piuttosto la regola del *comply or explain*<sup>13</sup>.

Nell'ambito della riforma della disciplina applicabile al prospetto, il Libro Verde richiama la consultazione CONSOB indetta in data 21 dicembre 2021, tramite la quale sono state sottoposte al mercato alcune proposte di intervento in merito (i) all'ottimizzazione dei tempi di approvazione del prospetto (in linea con gli obiettivi della disciplina europea), (ii) al potenziamento del *prefiling* quale momento di dialogo con l'Autorità prima dell'avvio dell'istruttoria in via formale, e (iii) alla possibilità di autorizzare la redazione del prospetto in lingua inglese<sup>14</sup>. Su tali argomenti, anche se richiamati incidentalmente, alcuni operatori hanno espresso il proprio favore. Inoltre, taluni partecipanti alla consultazione ritengono che al potenziamento dell'istituto del *prefiling* dovrebbe accompagnarsi l'emanazione da parte di CONSOB di Linee Guida al fine di chiarire le procedure, le informazioni utili per l'Autorità e tempistiche per l'esecuzione del *filing* definitivo.

---

<sup>11</sup> In merito al contenuto, taluni partecipanti alla consultazione suggeriscono che vengano incluse nel prospetto unicamente le informazioni richieste ai sensi del Regolamento Prospetto, in modo da scongiurare ulteriori richieste da parte di CONSOB di informazioni aggiuntive – non obbligatorie ai sensi della disciplina applicabile - che potrebbero sconfinare un eccesso di informazioni tale da tradursi, nei fatti, in disinformazione.

<sup>12</sup> Per ulteriori approfondimenti, si rimanda ai contributi pubblicati sul sito internet relativo alla [Consultazione Finanza per la Crescita](#).

<sup>13</sup> In tal modo si eviterebbe che ulteriori costi – nonché ritardi nel processo autorizzativo - gravino sulle società che hanno bisogno di redigere un prospetto più lungo per assicurare la completezza e l'effettività della funzione informativa dello stesso. Alcuni dei partecipanti alla consultazione che si sono espressi in tal senso propendono altresì per una semplificazione mirata dei contenuti del prospetto e per un'armonizzazione delle pratiche di vigilanza da parte delle Autorità (finalizzata a ridurre le informazioni aggiuntive che possono essere dalle stesse discrezionalmente richieste durante il processo di verifica). Alcuni partecipanti suggeriscono, infine, che vengano incluse nel prospetto anche le informazioni relative alla sostenibilità.

<sup>14</sup> Come rilevato da alcuni partecipanti alla consultazione, la possibilità per gli emittenti di redigere la documentazione in lingua inglese faciliterebbe l'accesso ad emittenti stabiliti in altri paesi dell'Unione, purché, come suggerito dal Libro Verde, la nota di sintesi sia redatta o tradotta in italiano (come forma di tutela per gli investitori *retail*). Altri hanno altresì suggerito di autorizzare, in assenza di offerte al pubblico in Italia, la pubblicazione di prospetti redatti con un formato allineato a quello dell'*international offering circular* utilizzato negli Stati Uniti per il collocamento presso investitori istituzionali, in modo da agevolare l'emittente permettendogli di redigere di un unico documento (con conseguente risparmio di costi).

Infine, anche la proposta di semplificazione della disciplina in tema di adempimenti pubblicitari a mezzo stampa avanzata dal Libro Verde è stata commentata favorevolmente da alcuni partecipanti alla consultazione. È stata, infatti, avallata l'opportunità di utilizzare i Sistemi di Diffusione delle Informazioni Regolamentate e il sito internet della società in luogo della pubblicazione degli avvisi tramite i quotidiani a diffusione nazionale, con conseguente razionalizzazione dei costi a carico delle società, in linea con quanto previsto dalla *Transparency Directive*.

2.1.3. disciplina delle società quotate: nel Libro Verde è stato osservato che l'ordinamento italiano presenta delle peculiarità, anche con riferimento alla disciplina societaria, spesso frutto di un regime caratterizzato da un minor spazio per l'autonomia statutaria, rispetto a quello presente in altri Stati membri dell'Unione. In questo senso, gli operatori del mercato consultati durante la redazione del Libro Verde si sono espressi in maniera favorevole alla revisione della disciplina in materia di aumenti di capitale sotto un doppio profilo, ossia con riferimento (i) all'innalzamento dei limiti di esclusione semplificata del diritto di opzione e (ii) al *quorum* assembleare richiesto per l'approvazione della delibera<sup>15</sup>. A seguito della consultazione, taluni partecipanti hanno confermato che le misure introdotte dal regime transitorio del D.L. n. 76/2020 (c.d. Decreto Semplificazioni) si sono rivelate un importante strumento di crescita per le piccole e medie imprese italiane e hanno suggerito che, pertanto, tali interventi dovessero divenire strutturali<sup>16</sup>. Al fine di ridurre ulteriormente i costi a carico delle società, alcuni partecipanti hanno altresì suggerito di prevedere che la relazione a carico del revisore legale o della società di revisione prevista dall'articolo 2441, comma 4 del codice civile, possa essere, invece, redatta dal collegio sindacale.

La riflessione del Libro Verde che ha ricevuto maggior riscontro e suscitato una più profonda riflessione nei partecipanti alla consultazione è quella legata alla revisione della normativa in materia di azioni a voto plurimo e a voto maggiorato. In particolare, il Libro Verde ha rappresentato la possibilità di intervenire rivedendo il "fattore moltiplicatore" sia delle azioni maggiorate che a voto plurimo, anche alla luce dell'esperienza di altri ordinamenti europei. Si rileva che mentre per il moltiplicatore per il voto maggiorato non si è registrato un significativo dibattito, lo

---

<sup>15</sup> Nello specifico, si ricorda che il Decreto-legge 16 luglio 2020 n. 76 (c.d. Decreto Semplificazioni) aveva previsto, sino al 30 giugno 2021, un *quorum* assembleare deliberativo della maggioranza del capitale rappresentato in assemblea, con un *quorum* costitutivo di almeno la metà del capitale sociale, *inter alia* relativamente alle seguenti materie (i) per le società con azioni quotate in mercati regolamentati e per le società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione, l'aumento del capitale sociale con l'esclusione del diritto di opzione nei limiti del 20% del capitale sociale preesistente (a condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni come attestato da un revisore legale o da una società di revisione); e (ii) l'aumento di capitale mediante nuovi conferimenti (in natura, denaro o di crediti).

<sup>16</sup> Taluni operatori del mercato hanno sottolineato, nei propri contributi alla consultazione, l'importanza, per una start-up in fase di raccolta di capitale, di poter escludere il diritto di opzione per offrire l'aumento di capitale in sottoscrizione ad un determinato investitore senza dover necessariamente motivare tale scelta o essere vincolata all'emissione ad un determinato prezzo (circostanza che rappresenta, a parere della scrivente, una limitazione della libertà negoziale che mal si concilia con le caratteristiche e gli scopi del *venture capital*).

stesso non si può dire del moltiplicatore per il voto plurimo (al momento di 1:3) nelle le società quotate<sup>17</sup>. Sul punto, per quanto le valutazioni espresse siano comunque differenziate tra loro, è possibile ricondurre i contributi dei partecipanti alla consultazione a 3 diversi orientamenti: (i) favorevoli a modifiche in linea con le suggestioni contenute nel Libro Verde, (ii) favorevoli a dette modifiche ma con alcuni accorgimenti e, infine, (iii) contrari.

Tra gli operatori del mercato che hanno espresso il proprio supporto sub i), uno ha sottolineato nel proprio contributo l'importanza di tale strumento per le *start-up*. Esso, infatti, permette di conciliare, da un lato, la necessità di deliberare aumenti di capitale per finanziare un'attività in forte crescita e, dall'altro, la possibilità di consolidare il controllo societario in capo ai soci fondatori per garantire la speditezza delle decisioni (evitando i costi decisionali tipici di assetti proprietari frammentati). In tal senso, tale partecipante si è espresso a favore dell'eliminazione di qualsivoglia limite al fattore moltiplicatore delle azioni a voto plurimo<sup>18</sup>.

Altri operatori, in parziale continuità, hanno suggerito che accanto al potenziamento dello strumento del voto plurimo vengano adottate altre misure che abbiano la funzione di *mitigant* ad una stabilizzazione eccessiva (e quasi insormontabile) delle maggioranze di voto. Secondo alcuni sarebbe suggeribile che l'emissione di azioni in voto plurimo venisse (i) accompagnata da una puntuale indicazione delle materie per le quali opererà il moltiplicatore, (ii) caratterizzata da un *sunset period* di 5 anni - al termine del quale l'effetto moltiplicatore verrà annullato - e (iii) accompagnata dalla previsione che, in caso di alienazione, le azioni seguiranno il regime ordinario. Secondo parte della dottrina che ha partecipato alla consultazione, invece, lo strumento di tutela delle minoranze rispetto all'introduzione di una clausola di potenziamento dell'effetto moltiplicatore nello statuto della società sarebbe da individuarsi nel diritto di recesso<sup>19</sup>, da esercitarsi al momento dell'introduzione dell'apposita clausola statutaria sulle azioni a voto plurimo.

Infine, altri partecipanti alla consultazione hanno espresso il proprio disaccordo rispetto alle riflessioni esposte nel Libro Verde. Tra questi, alcuni operatori del mercato ritengono che il potenziamento dell'istituto determinerebbe una deviazione dal principio cardine del *one share one vote*, dando l'opportunità agli interessi degli azionisti di controllo di prevalere su quelli delle minoranze nonché impedendo quei

---

<sup>17</sup> Si precisa che il Libro Verde ritiene, in linea con la disciplina attualmente in vigore, che lo strumento delle azioni a voto plurimo debba applicarsi esclusivamente alle società non ancora quotate. Trai partecipanti alla consultazione, parte della dottrina ha sottolineato la correttezza di tale impostazione mentre taluni operatori si sono pronunciati in senso opposto. Secondo questi ultimi, infatti, la possibilità di emettere azioni a voto plurimo anche successivamente alla quotazione consentirebbe di evitare che gli assetti proprietari si cristallizzino senza possibilità, nei fatti, di effettuare un cambio di controllo. Tale struttura proprietaria più dinamica determinerebbe una maggiore attrattività del mercato italiano.

<sup>18</sup> È stato altresì rilevato da un partecipante alla consultazione come il tentativo di tutela delle minoranze rappresentato dai limiti al moltiplicatore venga, nei fatti, vanificato dalle società, di origine estera, che possono godere di una disciplina locale più favorevole (ad es. le società con sede in Olanda). Altresì parte della dottrina ritiene che una contendibilità del controllo, invece che la stabilizzazione dello stesso, possa favorire l'efficienza dei mercati regolamentati.

<sup>19</sup> In tema di recesso, tale dottrina ha osservato, incidentalmente, nel proprio contributo che sarebbe auspicabile una revisione dell'intera disciplina affinché l'esercizio del relativo diritto non venga strumentalizzato nel *timing* dal socio di maggioranza, vista l'influenza che questo può esercitare sugli eventi causa del recesso.

cambiamenti che dovessero rendersi necessari per il migliore sviluppo della società<sup>20</sup>. Infine, parte della dottrina ha sottolineato come il voto plurimo rappresenti uno strumento con una notevole incidenza - in grado di garantire, con la titolarità di esigue percentuali del capitale società, le maggioranze necessarie in assemblea - la cui modifica andrebbe valutata con prudenza in un'ottica di costi-opportunità<sup>21</sup>.

Altro spunto di riflessione proposto dal Libro Verde riguarda l'incertezza in tema di offerta pubblica di acquisto dettata dalla facoltà riconosciuta alla CONSOB, ai sensi dell'articolo 112 TUF, di elevare, per le singole società, le percentuali previste ai sensi dell'articolo 108 TUF. Sul punto, taluni partecipanti alla consultazione hanno rilevato che, sebbene il requisito del flottante sia opportuno che venga calibrato sulle caratteristiche delle singole emittenti, non è possibile prescindere dal requisito di un flottante minimo. Questo è, infatti, funzionale a mantenere una maggiore contendibilità del controllo a parità di condizioni, fondamentale per lo sviluppo del mercato borsistico.

In materia di strumenti finanziari, nel Libro Verde viene valutata l'opportunità di modificare la disciplina in materia di gestione di portafogli nell'ottica di eliminare il divieto per gli investitori di conferire deleghe di voto al gestore per più di un'assemblea, di cui all'articolo 24 TUF. Taluni operatori del mercato si sono pronunciati a favore di tale modifica normativa, dal momento che le esigenze di tutela dell'investitore *retail* alla base delle disposizioni vigenti possono, ad oggi, ritenersi superate in favore di una maggiore partecipazione attiva e continuativa degli azionisti (specialmente quelli istituzionali)<sup>22</sup>.

Altresì, il Libro Verde rende noto che è allo studio l'opportunità di concedere alle PMI costituite in forma di S.r.l. di aderire, su base volontaria, al regime di dematerializzazione e gestione accentrata di cui all'articolo 83-*bis* TUF<sup>23</sup>. Sul punto, i

---

<sup>20</sup> Inoltre, un partecipante alla consultazione ha rilevato nel proprio contributo che la coesistenza di due strumenti (quello del voto plurimo e quello del voto maggiorato) non sembrerebbe aver giovato alle società in termini di accesso al mercato e, pertanto, sarebbe invece auspicabile una revisione della normativa al fine di prevedere un unico strumento per il rafforzamento del controllo.

<sup>21</sup> Tale dottrina fa riferimento, nel proprio intervento, ad un bilanciamento tra gli eventuali vantaggi del rafforzamento del fattore moltiplicare e gli svantaggi connessi all'aumento delle situazioni di conflitto di interessi che si verrebbero a creare in presenza di una più forte leva azionaria. Secondo lo scrivente, infatti, le ragioni alla base del fattore moltiplicatore - individuabili nella possibilità, per l'imprenditore visionario, di governare la propria azienda senza preoccuparsi eccessivamente delle maggioranze - sono destinate a svanire in breve tempo, rischiando di lasciare spazio ad un comportamento opportunistico che potrebbe, al contrario, danneggiare l'azienda.

<sup>22</sup> Secondo quanto ritenuto da taluni partecipanti alla consultazione, l'obbligo di informarsi per ogni decisione da deliberare con riferimento ad un determinato strumento finanziario comporta per l'investitore dei costi (di informazione, principalmente) che si traducono, inevitabilmente, in una partecipazione dello stesso alla gestione solo di alcuni dei titoli del portafoglio. Al contrario, la possibilità di rilasciare una delega di voto per plurime assemblee avrebbe l'effetto di rendere l'investitore maggiormente coinvolto dal momento che, da un lato, non è gravato dei costi e degli oneri legati ad un'informazione e una partecipazione continua alla gestione e, dall'altro, lo stesso verrebbe in ogni caso informato costantemente dall'intermediario di tutto ciò che riguarda la gestione del titolo in questione.

<sup>23</sup> Taluni partecipanti - che ritengono che le quote di S.r.l. possiedano le tre caratteristiche necessarie per l'applicazione del regime di dematerializzazione, ossia la negoziabilità, la standardizzazione e la destinazione al mercato dei capitali -



partecipanti alla consultazione si sono espressi in maniera favorevole: una simile opportunità favorirebbe l'accesso delle S.r.l. al mercato dei capitali nonché la creazione di un mercato secondario delle quote delle stesse (attualmente poco sviluppato a causa dei requisiti formali da soddisfare per l'alienazione)<sup>24</sup>.

In linea con l'obiettivo di migliorare le condizioni dei mercati primari e secondari, il Libro Verde ha altresì valutato di intervenire secondo due possibili direttrici:

- (i) il superamento dell'istituto delle società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante (c.d. società diffuse); e
- (ii) la valorizzazione alcuni istituti con riferimento alle società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione.

Con riferimento all'aspetto *sub* (i), la riflessione svolta nel Libro Verde riguarda l'opportunità di procedere alla semplificazione della disciplina applicabile alle società diffuse, escludendo le medesime dalle previsioni dettate specificamente per le società quotate. Gli operatori del mercato hanno espresso il proprio favore ad una simile revisione della disciplina, rilevando che le società diffuse rappresentano un *unicum* nel panorama europeo, per le quali l'applicazione della disciplina dettata in materia di società quotate non è sempre giustificabile alla luce di un'esigenza di tutela dell'investitore. È stata altresì condivisa la proposta del Libro Verde di esclusione delle società diffuse dalla disciplina delle operazioni con parti correlate di cui all'articolo 2391-*bis* del codice civile.

Con riferimento all'aspetto *sub* (ii), il Libro Verde contempla l'opportunità di estendere alle società con azioni negoziate su MTF parte della disciplina dettata per le società diffuse (ad esempio i *quorum* assembleari e la disciplina dettata per gli aumenti di capitale e la raccolta del debito) nonché la possibilità di redigere il bilancio secondo i principi contabili internazionali<sup>25</sup>. I partecipanti alla consultazione hanno espresso il proprio favore rispetto all'iniziativa proposta, con l'invito a procedere comunque ad una revisione sistematica della disciplina al fine di evitare che tale applicazione estensiva si traduca in un aggravio degli obblighi in capo a tali società e abbia l'effetto, opposto, di disincentivare l'accesso a tali mercati di crescita<sup>26</sup>. Non è mancato, tuttavia, chi ha espresso il proprio dissenso, ritenendo che l'estensione alle società con azioni negoziate su MTF i *quorum* previsti per le società diffuse

---

suggeriscono che venga adottato il regime di dematerializzazione di cui all'articolo 83-bis TUF invece del regime di cui all'articolo 100-ter TUF, dettato in materia di società che ricorrono alla raccolta di capitali tramite i portali di crowdfunding. Ciò alla luce delle considerazioni svolte in merito al più agevole trasferimento dei valori dematerializzati ex 83-bis TUF con gestione accentrata, che consentirebbe la creazione di un effettivo mercato secondario per le quote di PMI dematerializzate e ne aumenterebbe, conseguentemente, il valore.

<sup>24</sup> La maggior facilità nel disinvestimento, come osservato da un partecipante alla consultazione, aumenterebbe il valore delle quote e le renderebbe, effettivamente, uno strumento di investimento più appetibile. Per ulteriori approfondimenti, si rimanda ai contributi pubblicati sul sito internet relativo alla [Consultazione Finanza per la Crescita](#).

<sup>25</sup> La proposta è stata accolta con favore dai partecipanti alla consultazione, i quali ritengono opportuno un intervento del Legislatore in tal senso, dal momento che la disciplina attualmente vigente è causa di oneri supplementari di natura amministrativa per quelle società che optino per la redazione del bilancio secondo i principi contabili internazionali (dovendo queste, comunque, redigere il bilancio anche secondo i principi contabili nazionali).

<sup>26</sup> Al fine di scongiurare tale circostanza, taluni partecipanti alla consultazione hanno suggerito di imporre alle società con azioni quotate su MTF unicamente gli obblighi informativi e di *governance* previsti al livello europeo.

causerebbe un impoverimento della raccolta di capitale di rischio. *Quorum* eccessivamente alti, infatti, comporterebbero la necessità per i soci fondatori di limitare il flottante della società, con conseguente minore liquidità del titolo e maggiore propensione per gli emittenti a finanziarsi tramite emissioni secondarie<sup>27</sup>.

Altro spunto di riflessione trasposto all'interno del Libro Verde è quello relativo all'opportunità di rivedere la definizione di PMI mediante l'innalzamento della soglia di capitalizzazione delle PMI emittenti azioni quotate (di cui all'articolo 1, comma 1, lett. *w-quater* 1) del TUF)<sup>28</sup>. Tale iniziativa è stata accolta con favore dagli operatori del mercato, con l'auspicio che tale estensione dell'ambito di applicazione della normativa tenga sempre conto del principio di proporzionalità degli obblighi informativi e procedurali imposti alle società quotate.

Nell'ambito della semplificazione della disciplina applicabile alle società quotate, il Libro Verde considera l'opportunità di rivedere talune previsioni in materia di abusi di mercato<sup>29</sup>. È stato rilevato che la disciplina nazionale contiene alcune previsioni non presenti al livello europeo, realizzando così delle fattispecie di *gold plating*. Tra queste, la previsione per la quale vengono estesi gli obblighi di comunicazione di *internal dealing* anche agli azionisti rilevanti. La maggior parte dei partecipanti alla consultazione hanno espresso il proprio favore a tale intervento<sup>30</sup>. In senso contrario si è pronunciata parte della dottrina, la quale rileva che la disciplina in materia di *internal dealing* non realizzerebbe propriamente una fattispecie di *gold plating*, ma sarebbe, invece, motivata dalla necessità di prevenire condotte di *insider trading*. Dal momento che queste possono essere realizzate anche dai soci rilevanti (essendo gli stessi in possesso di informazioni privilegiate) è opportuno che essi rispettino gli obblighi di comunicazione in tema di *internal dealing*. Al fine rendere la disciplina meno onerosa, è stato suggerito che il Legislatore intervenga sulla presunzione di accesso alle informazioni privilegiate, da un lato, limitando la stessa al socio di

---

<sup>27</sup> Uno dei partecipanti alla consultazione che si è espresso in tal senso ha altresì suggerito (i) di applicare alle società con azioni negoziate su MTF taluni presidi di *governance* applicabili alle società diffuse (ad esempio le prerogative dei soci in materia azione sociale di responsabilità di cui all'articolo 2393, comma 6 del codice civile) e alle società emittenti su un mercato regolamentato (ad, esempio il diritto di recesso di cui all'articolo 2497-*quater*, comma 1 del codice civile) e (ii) di modificare l'articolo 34 del D.Lgs. n. 5/2003 affinché vengano escluse dalla disciplina unicamente le società con azioni quotate su mercati regolamentati.

<sup>28</sup> Come riportato nel Libro Verde, tale aumento delle soglie dimensionali sarebbe in linea con quanto suggerito nel Report del Technical Expert Stakeholder Group (TESG) o SMEs al livello europeo. Come rilevato dal TESG, le soglie dimensionali precedentemente individuate non sono più rappresentative del mercato e, inoltre, un innalzamento della soglia di capitalizzazione permetterebbe di applicare la medesima disciplina alle *mid-cap companies* che "*face the same problems as the small companies*" (pag. 18 e 19, Report TESG, maggio 2021).

<sup>29</sup> È stato rilevato che la *compliance* in tema di abusi di mercato comporta in capo alle società dei costi ritenuti, di fatto, eccessivi. A tal fine, il Libro Verde si concentra su una semplificazione della disciplina attraverso l'eliminazione delle figure di *gold plating*, ma alcuni operatori del mercato hanno fatto pervenire, tramite i loro contributi, ulteriori suggerimenti. Taluni, ad esempio, ritengono che sia necessario rivedere il sistema sanzionatorio alla luce del criterio di proporzionalità, sostituendo la troppo spesso utilizzata sanzione della chiusura dell'attività (deleteria per lo svolgimento dell'impresa) con le più opportune sanzioni pecuniarie da calcolarsi proporzionalmente al fatturato dell'impresa. Altri si sono espressi auspicando, in generale, una riduzione dell'ambito di applicazione delle sanzioni penali ed interdittive, in linea con la disciplina europea.

<sup>30</sup> Un partecipante alla consultazione altresì suggerisce che vengano chiaramente escluse dall'ambito di applicazione della disciplina le società ammesse alle negoziazioni sugli MTF.

controllo (e quindi, non più al socio titolare di più del 10% del capitale sociale) ma, dall'altro, estendendo il concetto di controllo anche al controllo congiunto.

Infine, con riferimento all'obiettivo di rendere maggiormente attrattivi i mercati regolamentati italiani, il Libro Verde considera l'opportunità di aumentare la copertura di ricerca per le società quotate (in particolare le PMI) al fine di agevolare l'acquisizione e/o il mantenimento della visibilità dell'emittente presso la comunità finanziaria. Il Libro Verde cita alcuni degli strumenti utilizzabili per il raggiungimento dell'obiettivo, tra i quali quello di introdurre nel Regolamento di Borsa Italiana l'obbligo – per le società con capitalizzazione di mercato prevedibile inferiore a 1.000 milioni di euro - di nominare uno specialista per i 3 anni successivi alla quotazione. Sul punto, taluni partecipanti alla consultazione si sono espressi in senso favorevole<sup>31</sup>, dal momento che le società con capitalizzazione inferiore a 1.000 milioni di euro sarebbero, in realtà, quelle che più necessitano della figura dello specialista. L'eventuale assenza dello stesso potrebbe dissuadere gli investitori istituzionali dall'investire in un determinato emittente per via, *inter alia*, dell'insufficiente analisi condotta sulla società.

## 2.2. Allegato Tecnico B – Migliorare le condizioni per la partecipazione ai mercati da parte degli investitori e incoraggiare la partecipazione ai mercati dei capitali italiani da parte degli investitori istituzionali

Tramite l'Allegato Tecnico B, il Libro Verde ha inteso proporre alcune modifiche alle normative vigenti finalizzate a promuovere la partecipazione al mercato e agli investimenti non solo da parte di investitori *retail* ma anche di quelli istituzionali, i quali – come rilevato anche dall'OECD – sulla base dei recenti *trend*, si sono prevalentemente orientati verso investimenti in società quotate (i cui titoli sono caratterizzati da una maggiore liquidità) invece che in PMI. Le direttrici principali lungo le quali le proposte di modifica si snodano sono individuabili (i) nell'intento di tratteggiare un nuovo tipo di clientela al dettaglio che sia, però, qualificata e (ii) nel sollecitare l'investimento degli operatori istituzionali nelle PMI domestiche.

In particolare, tra le proposte contenute all'interno del Libro Verde, i partecipanti alla consultazione hanno fornito riscontro sulle seguenti:

2.2.1. Favorire l'accesso degli investitori al mercato: si è riflettuto sull'opportunità di consentire agli intermediari gestori attivi di investire, per conto di clienti *retail*, in prodotti destinati ad una clientela professionale. Tale proposta è stata accolta con favore dai partecipanti alla consultazione ed è stato, altresì, evidenziato come in tal modo si renderebbe accessibile alla clientela *retail* – che si avvarrebbe delle competenze dell'intermediario - un ventaglio di prodotti riservati esclusivamente ad

---

<sup>31</sup> Non è mancato chi si è dimostrato contrario al limite temporale di 3 anni di applicazione dell'obbligo, proposto dal Libro Verde.

investitori professionali, ampliandone il portafoglio di investimenti. Tale novità, tuttavia, sarebbe opportuno che fosse accompagnata *pari passu* da una revisione del regime di responsabilità dell'intermediario di cui all'articolo 100-*bis* TUF.

2.2.2. disciplina degli OICR: il Libro Verde prende in considerazione l'opportunità di modificare le modalità di rimborso delle quote dei FIA chiusi nell'ottica di una maggior flessibilità, in modo che queste rispondano in maniera più puntuale alle esigenze dei vari investitori del fondo. Sul punto taluni operatori si sono espressi favorevolmente, altresì suggerendo delle modifiche al dettato dell'articolo 11 del D.M. 30/2015 in linea con l'obiettivo del Libro Verde:

- (i) introdurre la possibilità di inserire nel regolamento/statuto del fondo del FIA la facoltà per il gestore, al ricorrere di determinate condizioni, di lanciare – a proprio piacimento – un'offerta di acquisto delle quote o azioni del FIA chiuso indirizzata esclusivamente ai partecipanti al FIA. Si tratta di uno strumento che meglio si adatterebbe, secondo tali operatori, a quei FIA nei quali le opportunità di cessione dei beni dipendono dal mercato e non sono facilmente programmabili;
- (ii) introdurre la possibilità per i partecipanti al FIA di richiedere rimborsi anticipati in determinati periodi ed a determinate condizioni individuate – e comunicate ai partecipanti – dal gestore. Si tratta di uno strumento, a parere dei partecipanti alla consultazione, che meglio si confà ai FIA che hanno investito in titoli di debito e credito a scadenza.

Infine, il Libro Verde si sofferma sull'opportunità di prevedere degli obblighi ancor più semplificati in materia di adeguata verifica antiriciclaggio per gli intermediari *cross-border* considerati a basso rischio. La proposta si basa sulla necessità di allineare la più severa definizione di "dato identificativo" adottata dalla disciplina nazionale a quella meno invasiva degli altri ordinamenti europei. Sul punto, gli operatori del mercato hanno espresso un giudizio positivo rispetto alle misure proposte e hanno altresì suggerito di ampliare l'ambito di operatività delle modalità semplificate anche agli intermediari italiani qualificati a basso rischio. Ciò faciliterebbe ed incentiverebbe i rapporti tra gli intermediari, pur nel rispetto di un approccio basato sul rischio.

### 2.3. Allegato C – Valorizzazione delle potenzialità del digitale ai fini dell'accesso al mercato (di imprese ed investitori)

Le riflessioni del Libro Verde esposte nell'Allegato C nascono dalla necessità, per l'ordinamento, di tenere il passo rispetto al progresso tecnologico e ai nuovi strumenti di finanza digitale che si stanno via via diffondendo ed imponendo sul mercato. Il Libro Verde, nell'intento di promuovere l'innovazione e rimuovere gli ostacoli al suo sviluppo e a fronte dell'esistenza di proposte di regolamentazione ancora in corso di definizione, riflette sull'opportunità di adottare un regime transitorio volto, da un lato, a colmare l'attesa rispetto all'entrata in vigore della nuova disciplina al livello europeo e, dall'altro, a favorire

una transizione tecnologica del mercato, degli operatori e degli investitori più graduale. A tal fine, il Libro Verde ipotizza l'applicazione delle nuove tecnologie (ossia le *distributed ledger technologies*, (DLT)) ad alcuni strumenti a circolazione limitata (come le obbligazioni emesse dalle S.p.A.) e rivolti unicamente ad una clientela qualificata.

Sull'argomento, parte della dottrina ha rilevato, nel proprio contributo, che l'adozione del regime transitorio unicamente per le obbligazioni emesse dalle S.p.A. potrebbe risultare limitativo se comparato alle esperienze degli altri paesi (nei quali l'emissione è consentita anche con riferimento agli strumenti azionari). Si è, pertanto, proposto che il regime di sperimentazione coinvolga non solo gli strumenti di debito ma anche quelli azionari, eventualmente per una prima fase non quotati (come sperimentato in altri paesi).

In maniera favorevole rispetto alla proposta del Libro Verde si sono espressi anche taluni operatori del mercato, i quali hanno suggerito che l'avvio del progetto pilota europeo e l'implementazione del regime transitorio italiano avvengano in maniera sincronica – non solo dal punto di vista temporale ma anche dell'ambito di applicazione – in modo da evitare che il mercato italiano risulti meno attrattivo rispetto a quello degli altri paesi.

#### 2.4. Allegato D – Funzioni e responsabilità delle autorità di vigilanza in un'ottica di competitività

Nell'intento di rimuovere alcuni degli ostacoli che rendono il mercato italiano tra i meno competitivi all'interno del panorama europeo, il Libro Verde riflette anche sui possibili interventi in tema di sistema giudiziario ed *enforcement* amministrativo. L'efficienza di un mercato è misurabile, infatti, non solo in termini di strumenti ivi utilizzabili ma anche in termini di efficienza del sistema giudiziario e certezza delle decisioni, che possono incidere sui costi sostenuti dagli operatori in maniera così decisiva da indurli a scegliere di rivolgersi ad altri mercati (fenomeno del c.d. *forum shopping*).

Il *focus* specifico del Libro Verde riguarda la responsabilità civile delle Autorità di Vigilanza (e, in particolare, dei dipendenti), rispetto alla quale vi è la consapevolezza che un regime eccessivamente rigido può comportare fenomeni di amministrazione difensiva<sup>32</sup> e selezione avversa<sup>33</sup>. Viene proposto, pertanto, di intervenire (i) sul perimetro di responsabilità del funzionario dell'Autorità di Vigilanza al fine di meglio precisare il concetto di colpa grave dello stesso e (ii) sul diritto di terzi di agire unicamente verso l'Autorità di Vigilanza e non anche verso il funzionario (ferma restando l'eventuale azione di rivalsa dell'Autorità).

---

<sup>32</sup> Per "amministrazione difensiva" deve intendersi, come chiarito nel Libro Verde, il rischio che il funzionario dell'Autorità di Vigilanza rimanga inerte ovvero procrastini il momento di adozione delle decisioni per timore che queste siano fonte di responsabilità.

<sup>33</sup> Si tratta della selezione avversa degli operatori del mercato che, dato anche il fenomeno dell'amministrazione difensiva, decidono di accedere ai mercati di altri paesi per non sopportare i costi derivanti da questo tipo di inefficienze. Come rilevato da parte della dottrina nei relativi contributi alla consultazione, è possibile osservare come si sia sviluppata la tendenza degli operatori di collocare strumenti di equity e debito con modalità che non coinvolgono la CONSOB, il cui ruolo diviene di fatto marginale. Questo fenomeno, a parere degli scriventi, è altresì riconducibile alla scarsa chiarezza su quali siano le condotte in violazione e le sanzioni da applicarsi conseguentemente, che generano un rischio eccessivo o imponderabile per gli operatori del mercato.

Gli spunti di riflessione e le proposte avanzate dal Libro Verde sono state accolte con favore dai partecipanti alla consultazione. Taluni hanno argomentato che una limitazione della responsabilità del personale dipendente dell’Autorità ai soli casi di mala fede avrebbe il pregio di liberare energie professionali da canalizzare verso altre funzioni ed ambiti nonché di uniformare l’ordinamento italiano alle *practices* degli altri paesi europei<sup>34</sup>.

Negli interventi trasmessi, alcuni partecipanti alla consultazione si sono ricollegati alle proposte del Libro Verde per sottolineare che una riforma del mercato improntata ad una maggiore efficienza ed un miglior funzionamento non può prescindere da una riforma dell’organizzazione, della *governance* e del sistema sanzionatorio adottato delle Autorità di Vigilanza preposte.

Sotto il profilo dell’organizzazione, parte della dottrina ha argomentato l’opportunità di rivedere i meccanismi di nomina all’interno delle Autorità di Vigilanza e di conservare la previsione di un adeguato periodo di *cooling off*, pur segnalando l’opportunità di disporre di meccanismi flessibili per l’espletamento dello stesso. Sul punto, è stata evidenziata l’opportunità di intervenire per fare fronte al possibile disallineamento tra la richiesta e l’effettiva disponibilità di determinati esperti alla copertura di incarichi apicali, con conseguente perdita di opportunità per il paese di avvantaggiarsi delle migliori professionalità. Inoltre, i partecipanti alla consultazione che si sono espressi in merito ritengono che sia assente qualsivoglia logica di assunzione dal privato e l’avanzamento di carriera è spesso legato dai meriti, con conseguente demotivazione e senso di smarrimento del personale dipendente (il quale fatica a comprendere appieno il proprio ruolo all’interno dell’Autorità).

Con riferimento invece al profilo sanzionatorio, alcuni partecipanti alla consultazione hanno suggerito di intervenire sui regolamenti sanzionatori di Banca d’Italia e CONSOB con talune modifiche volte ad un efficientamento del procedimento<sup>35</sup> nonché di (ri)stabilire la giurisdizione delle controversie in capo al giudice amministrativo. Nel senso, invece, del

---

<sup>34</sup> Nei contributi pervenuti, si suggerisce di procedere ad una revisione del regime sanzionatorio per tutti gli operatori coinvolti, ivi inclusi gli amministrativi presso CONSOB. Viene altresì argomentato il fatto che una revisione del regime applicabile all’intermediario collocatore e all’emittente dovrebbe poi comportare una revisione del processo sanzionatorio. Della stessa idea anche parte della dottrina, secondo la quale la revisione della disciplina della responsabilità dell’Autorità di Vigilanza non può che andare di pari passo con la revisione della disciplina sanzionatoria del soggetto vigilato. L’obiettivo sarebbe quello di costruire un apparato di *enforcement* efficiente, che risponda in maniera efficace alle sanzioni e miri, soprattutto, a prevenire comportamenti intenzionalmente in violazione delle norme con l’approccio del “vigilare ed orientare”. Viene rilevato che il nostro paese è tra quelli che infliggono il maggior numero di sanzioni e che sarebbe opportuno che, per contro, l’Autorità sanzionasse unicamente i comportamenti intenzionalmente in violazione (dopo, tuttavia, aver chiarito gli obblighi degli operatori).

<sup>35</sup> Nello specifico, le modifiche proposte dai partecipanti alla consultazione che si sono pronunciati sul punto sono così riassunte: (i) inserimento dell’udienza pubblica di discussione prima della decisione; (ii) inserimento di un’audizione personale formalizzata successivamente alla presentazione delle controdeduzioni (retta dal principio della piena verbalizzazione); (iii) possibilità per la parte, in fase istruttoria, di presentare istanze istruttorie al fine di accertare fatti complessi; (iv) esclusione della partecipazione del Direttore Generale alle fasi decisorie del processo sanzionatorio; (v) introduzione delle linee guida interpretative sui criteri per la determinazione delle condizioni oggettive di punibilità della persona fisica; e (vi) più netta separazione tra il soggetto che dà impulso all’istruttoria e propone la sanzione e chi dovrebbe valutarla.

mantenimento della competenza in capo alla giurisdizione ordinaria (anzi, con un'estensione delle materie di competenza della Sezione Impresa dei tribunali) si è espressa parte della dottrina.

### **3. Conclusioni**

Sulla base del tasso di partecipazione on-line alla conferenza di presentazione del Libro Verde e dei contributi successivamente ricevuti, sia da un punto di vista numerico che di contenuto, è possibile affermare che l'obiettivo del Libro Verde di stimolare il dibattito e la riflessione su dei temi ritenuti dalla *task force* chiave per la crescita e lo sviluppo dei mercati è stato pienamente raggiunto. La partecipazione è stata rilevante e gli interventi puntuali e ricchi di spunti di riflessione ed iniziative che, in un contesto di consultazione aperta al pubblico, rappresentano senza dubbio – anche per le istituzioni – il valore aggiunto del confronto.